Festskrift til
JAN PEDERSEN
Finansiel innovation som skatteretlig udfordring
– Mandatory Convertibles
& Reverse Convertibles i dansk skatteret

Jakob Bundgaard, Partner, Ph.d.,
Moaed Weitemeyer Bendtsen, adjungeret professor,
Handelshøjskolen, Aarhus Universitet, CORIT

1. Indledning
Det er med stor fornøjelse, jeg bidrager til et velfortjent festskrift for en god ven og kollega. Jan Pedersen står for mig som en af dansk skatterets helt store skikkelser, som i betydelig grad har medvirket til at sætte den skatteretlige dagsorden gennem flere årter, og som på det personlige plan gennem adskillige samarbejdsrelationer har inspireret og været en stor hjælp. Jeg har valgt at lade min hyldest til Jan ske med et bidrag om visse af de skatteretlige udfordringer, som den finansielle innovation medfører.

Paletten af mulige finansieringskilder for kapitalsøgende selskaber rummer som bekendt flere alternativer end den rene gæld og egenkapital. En velkendt mellemform udgør konvertible obligationer, som er kendetegnet ved, at indehaveren har en ret til på et bestemt tidspunkt at konvertere sit tilgodehavende til aktier i det udstedende selskab. Konvertible obligationer opfattes som hybride finansielle instrumenter, idet de indeholder karakteristika fra såvel gæld som egenkapital. Konvertible obligationer udgør efterhånden et vigtigt finansieringsinstrument som alternativ til traditionel gæld og egenkapital og er velkendte i finansiel sammen-

2. Økonomisk baggrund og kontraktuelle karakteristik

Begrebet »konvertibel obligation« udgør ikke en juridisk fiktion, som skylder sit liv til eksisterende lovgivningsmæssige rammer, men derimod en frembringer med udspring i det finansielle marked. Almindeligvis karakteriseres konvertible obligationer (konvertible debentures, convertible loan stock) som »unsecured fixed-interest bonds«, som giver ejeren en ret, men ikke en pligt til at konvertere obligationen til aktiekapital i det udstedende selskab, men kun under opfyldelse af visse nærmere fastsatte villkør. Konvertible obligationer opfattes i finansiel sammenhæng som en kombination af en almindelig obligation plus en option til at erhverve aktier.


7. JF. Latken: Taxation of Investment Derivatives, 2007, p. 44.


JAKOB BUNDEGAARD

En variant benævnes »reverse convertibles«, her forstået som en konverteringsret tildelt det udstedende selskab i stedet for investoren.9 Dette er særligt værdifuldt for udsteder, hvis eksempelvis aktiekursen falder voldsomt, hvorefter gælden kan indfries med billige aktier. Hermed kan et selskab reducere gældsbryden i tilfælde, hvor »distress« truer i horizonter.10 Der findes tillige varianter af mandatoriske convertibles, hvor der kan konverteres til aktier i koncernforbundne selskaber, selskaber hvori det udstedende selskab alene ejer en minoritetsandel samt varianter, hvor der kan ske levering af aktier i helt andre selskaber.

Det er påpeget, at der findes mindst tre gennemgående karakteristika indeholdt i mandatoriske convertibles:

1. Mandatory conversion at the maturity of the convertible,
2. Capped or limited appreciation potential compared to the underlying stock,
3. The dividend yield on a mandatory convertible is typically higher than on the underlying stock.15

De finansielle komponenter af mandatoriske convertibles kan illustreres således:

- 0-kupon obligation
- Warrant (US call)
- Forward kontrakt

Mandatory Convertibles

FINANSIEL INNOVATION SOM SKATTERETTIG UDFORDRING

Mandatory convertibles har større udbredelse i USA end i Europa, men også her vokser udbredelsen og forventes at tage til i fremtiden.16 I de senere år er der blevet tilføjet nye kendtegn til mandatory convertibles, som herved har fået en genoplivning i form af ekstotiske instrumenter som PERCS (Preferred Equity Redemption Cumulative Stock),17 DECS (Debt Exchangeable for Common Stock eller Dividend Enhanced Convertible Securities)18 og PREDIES (Preferred Redeemable Increased Dividend Equity Securities). Mandatory convertibles anvendes tillige i private transaktioner. Som eksempler på sådanne instrumenter kan fremhæves CPECs (Convertible Preferred Equity Certificates)19 og de i fransk ret lovregulerede ORAs (Obligations Remboursables en Action).20

16. Jf. Vernimmen: Corporate Finance – Theory and Practice, 2005, p. 593, som fremhæver at disse instrumenter «...appeal to investors looking for high yield and capital appreciation, although they have less downside protection than standard convertible bonds. As a result we see interest from equity funds and outright investors but the main investors are hedge funds because they are able to significantly offset stock exposure...».

17. Fra Morgan Stanley.

18. Fra Salomon Brothers.


20. Instrumenterne varierer naturligvis betydeligt i udføringen, og der ligger typisk et kompleks af tal i grund. En ORA defineres som en obligation, der skal indfries med aktier i det udstedende selskab. Et centralt kendtegn ved en
Rationalet bag udstedelsen af mandatory convertibles er kun i mindre grad analyseret i den økonomiske teori. Det er dog hævded, at selskaber udsteder mandatory convertibles under følgende forudsætninger:

"...we find that it is indeed firms facing a smaller extent of information asymmetry but a larger probability of financial distress that issue mandatory convertibles: those facing a larger extent of information asymmetry and a smaller probability of financial distress issue ordinary convertibles...".

Mandatory convertibles er endvidere beskrevet som en måde at opnå "Back-Door Equity Financing" og har således siden 1980'erne givet store højt gearede eller finansielt udsatte selskaber en yderligere mulighed for.


at fremskaffe egenkapital (Tier 1-capital). Samtidig kan instrumentet anvendes til at minimere de negative informationskonsekvenser, som er forbundet med en udstedelse af egenkapital under asymmetrisk information. Til gengæld påtages en forpligtelse til at betale investorerne et afkast, der overstiger, hvad der forventes i normalt udbytte.

Som i enhver anden henseende er de skatteretlige konsekvenser forbundet med anvendte finansieringsinstrumenter afgørende. Denne problemstilling er temaet for den resterende del af denne fremstilling.

3. Kvalifikation og beskatning i dansk ret

3.1. Generelt

Nedenstående beskrivelse af retstilstanden kan inddeles i forskellige tidsmæssige perioder. Uanset hvilken periode der er tale om skal det bemærkes, at der ikke findes nogen omfattende praksis om mandatory convertibles.

3.2. De første erfaringer – Om tiden før 2005
Fordi for 2005 afhæng kvalifikationen af mandatory convertibles og reverse convertibles af skattelovgivningens almindelige regler. Dette medførte, at der kunne fremhæves flere forskellige synsvinkler på kvalifikationen heraf.

En mandatory convertible kunne betragtes som et aktielignende instrument omfattet af ABL. Dog er det klart, at der ikke er tale om et egent-

24. Id., p. 2. Forfatteren nævner nogle af de store udstedelser i USA.
25. Id., p. 6.
ligt aktionærforhold. Ved tegning af danske aktier og anparter er en registrering af kapitalforhøjelsen således en nødvendighed for at anerkende kapitalbesiddelsen såvel i selskabsr. som i skatteretlig henseende.26 Det er fast praksis, at man ikke anerkender aktie- og anpartsinvestering, før der foreligger registreret selskabskapital i aktie- og anpartsselskaber. I stedet anses sådanne indskud som gæld, hvis indskuddet er omfattet af KGL, og ellers et tilskud. Dette gælder også, hvis indskyder i forvejen er selskabsdeltager.27

I TIS 2003.895 LR har Ligningsrådet indirekte taget stilling til kvalifikationen af en ORA. Det blev således konstateret, at der ikke var tale om en aktie, hvori der kunne ske succession i forbindelse med en omstrukturering.28 Det er således rimeligt at lægge til grund, at mandatory og reverse convertibleer ikke skal anses for at være en aktie eller lignende værdipapirer omfattet af ABL i dansk skatteret.

Det kunne dernæst overvejes, om slægtskabet til de convertible obliga-

Om en mandatory convertible civilretligt skal behandles som en convertible obligation, afhænger blandt andet af, om der kan tilbagebetaling med nye eller eksisterende aktier i selskabet. Det ligger således implicit i selskabslovens § 167, at den konverteringsret, der er tale om, har ka-


vinge, hvor der ikke anerkendtes tabssfradrag for aktier erhvervet på baggrund af 

en kapitalforhøjelse, som ikke var blevet registreret. Tabel anses i stedet som et 

formuefælles, jf. SL § 5a.


28. Selvom de officieltegMor oplysnings om det konkret instrument ikke var fyldi-
gne nok til at vurdere om der også i sagen var tale om en tegningspligt, kan det dog 
lægges til grund, at der var tale om en tegningspligt. Dette fremgår af sagens do-

dukmenter.

den hidtidige § 41, stk. 3 i ASL.


kan ikke medføre nogen forskel at indfrielsen med overvejende sandsynlighed sker i fom af aktier. Der er fortsat tale om et retligt krav på betaling i form af penge. Den potentielle vederlæggelse i aktier kan således ikke medføre et resultat, der bringer mandatory convertibles uden for kursgevinstløvens anvendelsesområde. Hvis der derimod alene kan ske vederlæggelse med aktier, synes vi at bevæge os væk fra kursgevinstløvens anvendelsesområde, og dette vil faktisk være situationen ved en række mandatory convertibles.

Hvis ikke mandatory convertibles konkret udgør et lån omfattet af kursgevinstloven, kan det i stedet overvejes, om der er tale om et lån kombineret med et finansielt instrument. En mandatory convertible minder dog ikke umiddelbart om noget instrument, der er almindeligt kendt i dansk skatteret.

En betingelse for at falde under anvendelsesområdet for KGL § 29 om finansielle kontrakter er, at der er tale om »terminskontrakter« eller »aftaler om køberetter eller salgsretter«. Den del af en mandatory convertible, der eventuelt kunne anses for at være et finansielt instrument, vedrører »tegningspligten«. Denne pligt udgør ikke en køb- eller salgsret, allerede fordi der formentlig er tale om en pligt (eller i hvert fald noget, der minder om en pligt) og ikke en ret. Derimod kunne det overvejes, om der er tale om en »terminskontrakt« vedrørende salg af aktier. En terminskontrakt kan således meget vel vevrørende salget af endnu ikke eksisterende aktiver, herunder eksempelvis en landmands salg af afgroder på termin.

Det er dog min vurdering, at der næppe er tale om hverken en terminskontrakt eller en køberett i dansk skatteret. Dette begrundes med, at mandatory convertibles kendtegen ikke svarer til sædvanlige kendtegen for terminskontrakter eller køberetter, herunder ved at der ikke er indgået en endelig aftale om køb af de pågældende aktier. Afgørende må imidlertid være, at der ikke er indgået nogen aftale om levering af aktier, men i stedet blot synes at være tale om en særlig berigtigelsesform vevrørende gældsforskriften.

I administrativ er man i ikke-offentliggjort praksis nået til den konklusion, at mandatory convertibles i visse tilfælde kunne anses for at udgøre atypiske tegningsretter, hvor tegningsværdien er indbetalte flere år før udstedelsen af aktierne. Begrundelsen herfor har været, at der kun kan ske indløsning med nye og nedeaktier, ligesom der skal betales en bod, såfremt man ikke ønsker at modtage aktierne. Denne kvalifikation er nået for så vidt angår mandatory convertibles, hvor der kun kan ske indfrielse med aktier. Henset til dette er afkastet ej heller anset for at udgøre rente-

betalingen i skattereligt henseende. Derimod er det konstateret, at der er tale om et kurstilleg til tegningsretter, hvor invester godtgøres for den kursrisiko, denne påtager sig, ved at indbetalte tegningsværdien flere år før udstedelsen af aktierne. Tegningsretter er som bekendt omfattet af ABL for investors vedkommende, jf. ABL § 1, stk. 4. For det udstedende selskab blev det konstateret, at afkastet ikke udløste skattereligt konsekvenser, idet der er tale om en egenkapitalpostering. Dette må vel forstås sådan, at udsteder/debitor ikke omfattes af ABL eller KGL, men derimod omfattet af de almindelige regler i SL §§ 4-5. Dette betyder, at der ikke sker beskatning løbende af afkastet og at en fremtidig anskaffelsesform forhøjes, hvorved en eventual avance ved afståelse mindskes.

Derimod er mandatory convertibles med en mindre grad af sikkerhed for aktivevedlæggelse (ligeledes i ikke-offentliggjort praksis) klassificeret som ansvarlig lænkemoder (oftest er der tale om efterstillet kapital). I disse tilfælde blev afkastet anset for at udløse renter i skattereligt henseende.

3.3. Lyspunkter i kvalifikationsspørgsmålet – Om perioden 2005-2008

Det er ovenfor fastslået, at der historisk har hersket en betydelig usikkerhed i dansk ret vevrørende kvalifikationen af mandatory convertibles og reverse convertibles. Med lov nr. 1413 af 21.12. 2005 (L 78) blev dette udgangspunkt ændret. Hermed skete der således en ændring i ordlyden af ABL § 1, stk. 3, hvorefter:

»Stk. 3. Endvidere findes lovens regler om aktier tilsvarende anvendelse på konvertible obligationer og andre værdipapirer, der kan konverteres til aktier eller værdipapirer som nævnt i stk. 2.«

Hermed må siges at være tale om en klar udvidelse af anvendelsesområdet for ABL vedrørende konvertible instrumenter, herunder konvertible gældsinstrumenter. Forarbejderne indeholder ikke afklarende bidrag til den nærmere forståelse af lovændringen. Bemærkningerne til ABL § 1, stk. 3 er såledsne.

»... Til stk. 3

Bestemmelsen svarer til § 1, stk. 1, i den nuværende aktieskansnesbeskatninglov, for så vidt angår omfanget af konvertible obligationer.

Det er derudover utrykkligt nævnt, at aktieskansnesbeskatningslovens regler også finder anvendelse på andre typer af værdipapirer, der kan konverteres til aktier eller de værdipapirer, der er nævnt i bestemmelsens stk. 2.

33. Der skete ikke en tilsvarende justering af anvendelsesområdet for KGL, idet denne lov, jf. § 1, stk. 4, fortsat alene undtag etegnlig konvertible obligationer.
FINANSIEL INNOVATION SOM SKATTERETLIG UDFORDRING

til den nærmere forståelse af reglen. På baggrund heraf anføres det, at der er risiko for, at visse værdipapirer helt utilstrækkeligt kan være omfattet af flere love med adgang til at vælge den lovregulering, som er mest fordelagtig.

Den konkrete baggrund for ændringen angives at være, at der eller er risiko for en udvanding af den samtidigt foreslåede indførelse af skattepligt ved selskabers afståelse af konvertible obligationer efter en ejerligt på mindst 3 år.34 Andre konvertible instrumenter end konvertible obligationer kunne således anvendes på tilsvarende måde i samspill med udenlandske regler, som behandler instrumentet som en fordring, mens instrumentet i Danmark vil blive behandlet som en aktie.

I lyset af disse forhold valgte regeringen således valgt generelt at opfylde reglen i ABL § 1, stk. 3. Det anføres dog herefter, at konsekvensen af denne opfølgelse er, at disse andre konvertible obligationer omfattes af kursværdistovnen. Denne generelle udtalelse er problematisk, idet et instrument alene vil være omfattet af kursværdistovnen, hvis der er tale om en fordring/gæld efter begrebsdannelsen under KGL, eller hvis der er tale om et finansielt instrument omfattet af kursværdistovnens særlige regler herom. Udsagnet er derfor næppe udtolkning for en fuldt dækkende beskrivelse af retsforstandene. Det er dog overvejende sandsynligt, at skattemyndigheder vil se sig som bundet af skatteministeriets udtalelse i bemærkningerne til L 181, og på denne baggrund anse mandatory convertible obligationer og reverse convertible obligationer som omfattet af KGL. Den praksis, der blev håndhævet før ændringen af ABL § 1, stk. 3, burde dog fortsat være gældende, idet denne netop indebar en konkret vurdering af hvert enkelt instrument i lyset af den gældende skatteforligning. Det forhold, at det blev udtalt i bemærkningerne til en ændringslov, at KGL skal finde anvendelse, kan næppe tillægges betydning, hvis der hermed er tale om en udvidelse af lovens anvendelsesområde ud over, hvad der er støtte for i loven og dennes forarbejdere. En efterordningen burde ikke kunne ændre anvendelsesområdet for KGL.

FSR stillede spørgsmål vedrørende fortolkningen af ABL § 1, stk. 3 i forbindelse med behandlingen af L 181,35 men ministeren afstod desværre helt fra at besvare spørgsmålet, hvorfor der fortsat ikke findes tilgængelige retningslinjer vedrørende kvalifikationen af mandatoir og reverse convertible obligationer i dansk skatteret.

34. Den dagældende 3-års-regel vedrørende selskabers aktiebesiddelser er siden ophevet som led i skattemodformen fra 2009 (L 202).

Skatterådets svar var ganske omfattende. Indledningsvis gentager SKAT bemærkningerne fra L 181, men tilføjter herefter følgende:

«... Konsekvensen af løsningen er, at disse andre konvertible værdipapirer nu er omfattet af kursegvinstloven, forudsat at der jf. kursegvinstlovens § 1 kan sige at være tale om fordringer, gæld eller finansielle kontrakter. Må ordningen imidlertid anses for at udgøre tegningsretter omfattet af kursegvinstlovens § 30 stk. 1, nr. 2, vil ordningen skulle behandles efter aktievaremøvends regler om tegningsretter...»

Dette udsagn synes efter min vurdering at være en bedre beskrivelse af retsstilstanden end det rigoristiske udsagn i bemærkningerne til L 181.

Herefter kastede SKAT sig over vurderingen af, om det konkrete instrument kunne anses for at være en konvertibel obligation. Med udgangspunkt i den selskabsretlige definition heraf konstateres korrekt, at der selskabsretligt ikke er tale om konvertible obligationer, hvis indehaveren har en pligt til konvertering jf. dagældende ASL § 41. På baggrund heraf udledes følgende betingelser for at der kan sige at foreligge en konvertibel obligation:

(1) Reel ret til konvertering for indehaveren. Denne betingelse var ikke opfyldt, idet selskabet under visse betingelser kunne vælge at indfri kontant.

(2) Ret til at kræve fordringen indfriet ved kontant betaling. Denne betingelse var ej heller opfyldt.

(3) Långiver må ikke kunne forpligtes til konvertering. Denne betingelse var heller ikke opfyldt.

Herefter blev det undersøgt, om der var tale om en tegningsret eller en warrant. Dette fandtse ikke at være tilfældet, idet der var tale om en pligt og idet der indeholdtes et læneforhold.

Endelig blev det undersøgt, om der konkret var tale om en fordring i skatteretlig forstand, trods den begrænsede mulighed for kontant indfrielse. Spørgsmålet blev dog besvaret bekræftende, idet der særligt blev henset til muligheden for efter 2013 at kunne konvertere til dagskurs, hvilket indebærer, at långiver modtager en værdi i form af aktier, der præcis svarer til det oprindelige udlån. Der blev dog ikke taget stilling til de situationer, hvor dette ikke er tilfældet. Hertil kommer, at KGL ikke indeholder et sådant krav. SKAT udtaler endelig vejledende – og det med rette at man skal kunne kræve kontant betaling, hvis der skal være tale om en fordring.

Skatterådet fandt endelig, at der var tale om ét samlet instrument (med andre ord en »integration approach« frem for »bi-furcation approach«). For så vidt angår rentebetalningen fandtes denne at være betinget af, at selskabet opnår uddelbart overskud, hvorfor der reelt var tale om, at afskatet er beregnet som en andel af virksomhedens overskud, og derfor efter fast praksis kunne anses for kursgevinst/kurstab.

Dette bindende svar har selvsagt begrænset retskildeværdi. Dog er det vigtigt at observere, at de meget kategoriske bemærkninger til L 181 med afgørelsen forseges glattedt ud, hvilket man kun have sympati for, hvis fortolkningen skal kunne holdes indenfor rammerne af kursegvinstlovens anvendelsesområde.

4. Vurdering af retsstilstanden

I de senere år er der konstateret en stigende anvendelse af mandatory convertibles og reverse convertibles som finansieringsinstrument. Selv i den danske kontekst af Bankpakke II har der indgået et element af konverteringspligter, ligesom såvel store udenlandske private og offentlige udsteder gør brug af mandatory og reverse convertibles.
På baggrund af gennemgangen ovenfor kan det konstateres, at den skatteretlige kvalifikation af mandatory convertibles og reverse convertibles er kendteget ved en høj grad af usikkerhed. Denne usikkerhed forstærkes i en international kontekst. Derfor må det hævdes, at området er omgærdet af for stor usikkerhed til at opnå fuldt udbrytte af de muligheder, der tilbydes gennem finansiel innovation. Dette kombineret med en vis tilbageholdenhed blandt danske virksomheder, som formentlig skyldes vanetænkning og tradition, medfører et uforløst potentielt for at opnå skræddersyet finansiering samt en udnitelse af de mulige fórdeler herved.